

NOTA EDITORIAL

EL MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LOS MERCADOS EMERGENTES: EL CASO DE COLOMBIA

El regreso de los flujos de capital después de la crisis financiera global es uno de los retos más importantes que afrontan las autoridades responsables de las políticas económicas en el mundo emergente. En América Latina las entradas de capital pasaron de USD65 mil millones (mm) a mediados del año 2009 a más de USD260 mm en 2010 (BID, 2011). Su composición también ha cambiado: ahora se están recibiendo más capitales para inversión de portafolio o deuda externa, en lugar de los flujos de inversión extranjera directa (IED) que predominaron con anterioridad a 2008. Aunque hay razones fundamentales de mediano plazo para que persista esta situación (por ejemplo, el proceso de reequilibrio global y la política monetaria en las principales economías desarrolladas), el cambio significativo en el tamaño y la composición de los flujos de capital implica serios desafíos para la estabilidad macroeconómica y financiera de algunos países emergentes.

Las principales economías de la región están en el proceso de eliminar las políticas contracíclicas de expansión adoptadas como respuesta a la

crisis. Si bien esto es necesario para preservar la estabilidad financiera y de precios, también implica enormes dificultades en una coyuntura de grandes entradas de capital y debe ser complementado con otras medidas de política macroeconómica y macroprudencial para evitar la aparición de vulnerabilidades críticas en un futuro. Por ese motivo, el manejo de las entradas de capital debe comprender una combinación de medidas. Esto no es algo nuevo para América Latina. La capacidad de resistencia de nuestras economías frente a la crisis mundial fue, en parte, resultado de las políticas macroeconómicas contracíclicas implementadas *antes* de la crisis, que minimizaron la fragilidad financiera, anclaron las expectativas inflacionarias y moderaron el crecimiento en el gasto agregado. Debemos, pues, aprender tanto de nuestros éxitos como de nuestros fracasos.

Esta Nota Editorial presenta algunas reflexiones sobre una política adecuada en respuesta a la nueva ola de entradas de capital y el papel específico que debe cumplir la regulación cambiaria macroprudencial en Colombia en este proceso.

I. LOS RIESGOS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL

La fuerte reanudación de las entradas de capital es motivo de preocupación para la mayoría de las economías más grandes de América Latina, no solo por el mayor tamaño de tales flujos, sino también por su composición. En el año 2006 los grandes flujos de IED constituyeron el mayor porcentaje del total de los flujos con destino a América Latina (63%) (BID, 2011) y fueron impulsados por el aumento en los precios relativos de los productos básicos exportados por estos países. Después de la crisis los precios relativos de los productos básicos retomaron su tendencia al alza y se registró una recuperación en la IED. Sin embargo, una mayor proporción de las entradas de capital ha asumido la forma de inversión de portafolio y deuda externa (69%) (BID, 2011 y FMI, 2011a). Sumados a una posición de la política monetaria o fiscal, que sigue siendo holgada, estos fenómenos constituyen una fuente legítima de preocupación.

Varios países de la región ya se encuentran en la fase expansionista de sus ciclos económicos, tal como lo miden sus brechas de producto (FMI, 2011b). En esta situación, mantener políticas macroeconómicas holgadas puede traer el riesgo de un recalentamiento de la economía, pues las grandes entradas de capital pueden ampliar la expansión al estimular el gasto. Este es el caso específico de los flujos diferentes a los de IED.

Generalmente, la IED que está asociada con los productos básicos suele concentrarse en unos pocos sectores de exportación y se caracteriza por un gran componente importado. Los flujos de deuda extranjera o inversión de portafolio se irrigan más fácilmente a numerosos sectores de la economía, por lo que pueden tener un impacto superior en el gasto interno y en la demanda de bienes y servicios no transables; por ese motivo, representan un mayor riesgo para la sostenibilidad externa, la inflación, o la excesiva revaluación real de la moneda nacional.

Adicionalmente, unas entradas grandes de capital pueden impulsar el crecimiento del crédito y el alza de los precios de los activos, incluso en regímenes cambiarios flexibles. Una mayor demanda de activos locales, entre los cuales se incluyen los pasivos bancarios, aumentaría la demanda de dinero. En un régimen de inflación objetivo esta situación es manejada por el banco central, de modo que cierta expansión de crédito es permitida. Este efecto, por supuesto, es mucho menor que en un régimen de tipo de cambio fijo en el cual la intervención no esterilizada multiplica el crédito y la defensa del tipo de cambio mantiene la expectativa de incrementos importantes en el precio de los activos locales. Nuevamente, la probabilidad de estos impactos es mayor con flujos distintos a la IED, que son más fácilmente canalizados a través de los mercados financieros y de capital internos. Es así como puede aumentar la probabilidad de las burbujas de activos, como también de un sobreendeudamiento de las empresas y los hogares.

Por otra parte, la composición de las entradas de capital puede agravar otros riesgos que enfrentan este tipo de economías. Los flujos de deuda a corto plazo aumentan el riesgo de liquidez o el riesgo cambiario del sector real o el sistema financiero. En general, la combinación de políticas macroeconómicas holgadas y grandes entradas de capital durante una fase expansionista del ciclo aumenta las vulnerabilidades financieras y reales, y hace más difícil el ajuste de la economía después de un *sudden stop* (parada repentina de influjos de capital). En este sentido, la experiencia de algunas de nuestras economías durante la década de los noventa es una dura advertencia de la que se deben extraer las lecciones adecuadas.

Las preocupaciones anotadas son particularmente pertinentes para los países que se encuentran en una etapa intermedia de desarrollo financiero. En los países con bajo nivel de desarrollo financiero las entradas de capital enfrentan barreras naturales como consecuencia de la existencia de los mercados de activos poco líquidos, junto con los altos costos de las transacciones financieras. Por su parte, en los países con un avanzado

nivel de desarrollo financiero existen mercados cambiarios profundos, se utilizan de manera generalizada los denominados derivados financieros y se cuenta con la capacidad suficiente para manejar sin peligro las grandes entradas de capital. En ellos, resulta más fácil dispersar y valorar el riesgo, buscando reducir los riesgos financieros y macroeconómicos que implica el ingreso de capitales.

En los países con un nivel intermedio de desarrollo financiero, en cambio, existen mercados financieros líquidos e instrumentos que permiten la inversión de capital extranjero; sin embargo, la capacidad de afrontar estos flujos sin peligro es limitada. Los descalces cambiarios en los sectores financieros y no financieros son muy probables y los mercados de instrumentos de cobertura a veces no están bien desarrollados. De hecho, la literatura sobre el tema considera que un mercado financiero que funcione bien es requisito previo para que los países cosechen los beneficios de la apertura de capitales (FMI, 2010, y Yellen, 2011). Por consiguiente, el sistema financiero en estos países limita su capacidad de beneficiarse de las entradas de capitales y agrava el impacto que pueden tener en el ciclo económico, el tipo de cambio, los precios de los activos y el crédito.

II. OPCIONES DE POLÍTICA

¿Cuáles son entonces las opciones de política en estos países? De la discusión anterior se desprende que la respuesta de política debe incluir medidas que no obstaculicen seriamente el desarrollo financiero de manera permanente para que el país pueda disfrutar de las ventajas de una cuenta de capitales abierta a largo plazo (inversión creciente, mayor grado de competencia de las instituciones financieras locales, mejores instituciones y prácticas, disciplina en cuanto a las políticas internas y mejor distribución de riesgo). En un nivel más general, las políticas aplicadas deberían reducir al mínimo distorsiones que resulten costosas para la economía y garantizar un crecimiento sostenible. De ahí que una combinación adecuada de políticas que hagan frente a las grandes entradas de capital debe incluir los siguientes elementos:

- a. *Mantener el gasto agregado por la senda de crecimiento sostenible.*
Esto requiere la adopción de medidas en las siguientes dimensiones:
 - Una política fiscal que aumente el ahorro público. En un contexto de recalentamiento de la economía, esto es fundamental

para frenar los desequilibrios externos insostenibles y los riesgos inflacionarios. También es necesario para aliviar los costos de la revaluación real de la moneda, dado que esta implica una menor demanda de bienes no transables, menores requerimientos de financiamiento público (externo) neto y menos necesidad de tarifas e impuestos distorsionantes que aumentan los costos locales de la producción.

- Una política monetaria orientada tanto a mantener la inflación y las expectativas de inflación dentro de la meta, como a suavizar el ciclo económico. En particular, esto significa evitar la creación de crédito excesivo que podría contribuir a impulsar demasiado el gasto interno. Si las entradas permanentes de capital y otros factores fundamentales implican una inevitable revaluación real de la moneda, la peor manera de lograrlo es mediante una tasa de inflación más alta. No solo sería muy costoso revertirla posteriormente, sino que además limitaría la capacidad del banco central para reaccionar de forma contracíclica frente a un cambio en las condiciones externas.
 - Flexibilidad en el tipo de cambio para evitar que las entradas de capital se traduzcan en una expansión injustificada del crédito local. Es preferible manejar los mejores términos de intercambio y el incremento en la demanda externa de productos básicos que, por lo general, también llegan con las entradas de capital, permitiendo que el tipo de cambio funcione como amortiguador para así evitar un fuerte impacto en la demanda interna y la inflación. La flexibilidad en el tipo de cambio también permite respuestas contracíclicas de política monetaria frente a los choques externos e internos (al concederle independencia a la política monetaria) y es vital para limitar los descalces de monedas (al forzar a los agentes a internalizar el riesgo cambiario).
- b. *Mantener la estabilidad financiera mediante políticas micro y macroprudenciales que sean adecuadas.* Las políticas de este tipo son importantes, porque:
- Reducen las distorsiones financieras locales (p. e. los problemas de agencia o descalce de plazos) que se agravan cuando las grandes entradas de capital son intermediadas por el sistema financiero local. Requisitos de capital adecuados con un posible componente

contracíclico, la constitución de reservas y los requisitos de encaje son ejemplos de políticas que resultan útiles en este contexto.

- Aumentan la capacidad del sistema financiero de intermediar el capital extranjero de manera sostenible. Al mantener controlados el riesgo de liquidez, los riesgos cambiarios y crediticios, y el riesgo de mercado de los intermediarios financieros, se logra que la financiación externa se canalice de manera estable hacia proyectos con buenos perfiles de riesgo-rentabilidad, sin exponer a la economía a riesgos sistémicos que puedan dar lugar a una interrupción abrupta de los pagos o de la oferta de crédito.
- Por estas mismas razones, las políticas de este tipo mejoran la capacidad de la economía de absorber los choques externos. A medida que la vulnerabilidad de los agentes financieros y no financieros se reduce, la probabilidad de contagio de los problemas en otros países es menor (el país puede diferenciarse más fácilmente) y el ajuste de la economía después de un choque es menos costoso (los choques externos reales o financieramente adversos no necesariamente se traducen en inestabilidad financiera interna). Además, la ejecución de una política monetaria menos expansionista, en el caso de un recalentamiento de la economía, o la devaluación de la moneda en el caso de un choque externo adverso, son más factibles cuando no hay excesos de apalancamiento, liquidez ni riesgos cambiarios.

Todos los componentes de esta combinación de medidas son importantes. Una preocupación actual es la posición fiscal de algunos países. Como se mencionó, los bancos centrales están eliminando gradualmente las políticas monetarias expansivas que se llevaron a cabo durante la crisis. Frente a una historia de grandes entradas de capital y una política monetaria holgada en el mundo desarrollado, esta medida puede atraer capital extranjero que puede conducir a una fuerte revaluación de la moneda nacional y a una posible acumulación de riesgos para la estabilidad financiera. En un contexto semejante, una política fiscal procíclica empeoraría estos resultados.

Para compensar este tipo de política fiscal se podrían adoptar medidas macroprudenciales, pero a costa de introducir distorsiones, pues probablemente se desviarían de sus niveles deseables de largo plazo. En un episodio prolongado de entradas de capital y política fiscal expansiva, este costo crece rápidamente cuando las medidas macroprudenciales son eficaces y pueden obstaculizar el desarrollo financiero. Por otra parte, la persistencia

de factores fundamentales que fomentan la revaluación de la moneda y la alta rentabilidad interna (recalentamiento de la economía y una política fiscal expansiva) con el tiempo pueden reducir la eficacia de algunas medidas macroprudenciales, dado que los agentes tienen incentivos para eludirlas. Este es el caso, en especial, de los controles de capital. Es por ese motivo que el componente de la política fiscal en la combinación de políticas es fundamental.

Las políticas prudenciales no necesariamente deben considerarse como "medidas de último recurso", como lo declaran Ostry *et al.* (2010 y 2011). Dependiendo del tamaño y la velocidad de las entradas de capital o de otros choques que pueden estar ocurriendo al tiempo, podría existir un papel para el uso *simultáneo* de las medidas de política macroeconómica y macroprudenciales, incluidos los controles de capital. Como se explicará, las políticas macroprudenciales deben ser vistas como parte de un conjunto de medidas de política orientadas a mitigar los riesgos específicos que esté enfrentando la economía. Por ejemplo, si las autoridades responsables de formular las políticas están preocupadas por el creciente apalancamiento ejercido por los residentes, un análisis de costo-beneficio podría demostrar que los controles de capital son necesarios, al lado de unas políticas macroprudenciales internas y una política fiscal contracíclica.

La función específica de los controles de capital y la regulación cambiaria en el manejo de las entradas de capital debe entonces ser vista como de carácter macroprudencial en cuanto hacen parte de un conjunto o paquete de medidas orientadas a preservar la estabilidad económica y financiera. En este sentido, deben ser utilizadas como complemento y no como sustituto de políticas fiscales, monetarias, cambiarias y macroprudenciales adecuadas, a la vez que se reconozca que su uso se deriva a menudo de deficiencias institucionales y políticas que deben ser abordadas a tiempo. Es en este contexto en el que diseñamos la regulación cambiaria y los controles de capital en Colombia.

III. REGULACIÓN CAMBIARIA Y CONTROLES DE CAPITAL EN COLOMBIA

La regulación cambiaria y los controles de capital se utilizan en Colombia y se han empleado históricamente para permitir el funcionamiento de un régimen cambiario flexible y una política monetaria contracíclica, como también para frenar el apalancamiento excesivo y la exposición al riesgo

de liquidez externa por parte del sector privado. Para permitir flexibilidad cambiaria y lograr el funcionamiento adecuado de la política contracíclica, se han aplicado normas por períodos indefinidos, las cuales restringen los descalses de monedas de los intermediarios financieros. Para limitar el apalancamiento y el riesgo de liquidez externa se han utilizado instrumentos como los encajes no remunerados (ENR).

Estas medidas de política siempre se deciden en el marco de un análisis de costo-beneficio en el cual los objetivos de la política están claramente delineados. Por supuesto, la evaluación de la relación costo-beneficio no siempre es fácil. Algunos costos son difíciles de cuantificar y están relacionados con los efectos de las acciones de política a mediano y largo plazos. Por ejemplo, los costos de limitar el riesgo cambiario de los intermediarios financieros o los descalses de plazos no son claros. Además, algunos de los beneficios de las medidas de política son muy inciertos o los indicios de prueba de su eficacia son controvertidos. Por ejemplo, la efectividad del ENR en la reducción de las entradas de capital o su influencia en el tipo de cambio no están plenamente establecidos.

a. *Regulación cambiaria aplicada de manera indefinida.* Básicamente, este elemento se refiere a dos medidas:

- Los límites impuestos a la posición propia en moneda extranjera de los intermediarios financieros se sitúan en el 20% y -5% del patrimonio neto. Esta restricción es muy común en las economías emergentes (Ostry *et al.*, 2011) y obviamente su intención es la de limitar el riesgo cambiario de las instituciones de importancia sistémica en una economía donde la naturaleza, magnitud y frecuencia de los choques externos requieren fuertes ajustes en el tipo de cambio real.
- Los créditos externos obtenidos por los intermediarios financieros locales solo pueden ser utilizados para financiar activos denominados en la misma moneda y con un vencimiento que es menor o igual al de los créditos. El objetivo de esta medida es evitar los descalses de moneda y de plazo en el sistema financiero, debido al hecho de que el Banco de la República tiene limitaciones como “prestamista de última instancia” en moneda extranjera, dado el carácter finito de las reservas internacionales.

Como se puede apreciar, la regulación colombiana en este sentido es bastante estricta comparada con las normas internacionales y se basa en

la percepción de que los beneficios de estas normas son mayores que sus costos en la mayoría de las circunstancias. Entre los beneficios concretos, con algún nivel de certeza y muy valorados por el Banco de la República, están la preservación de la estabilidad financiera y mantener la capacidad de emisión sin mayores restricciones después de un choque externo adverso. La presencia de grandes descalces de monedas en el sector financiero o en los sectores no financieros puede obstaculizar seriamente la capacidad del tipo de cambio para actuar como amortiguador, que es lo que sucedió en varios países de la región durante los años noventa.

Puesto que estas regulaciones macroprudenciales se aplican a los intermediarios financieros, que son vigilados muy de cerca por el Banco de la República y por el Gobierno, su eficacia es alta. Por otra parte, su costo en términos de la profundización y el desarrollo financiero a largo plazo son inciertos y difíciles de evaluar. Esto explica el por qué estas medidas se han aplicado con carácter indefinido en el tiempo.

El hecho de que Colombia no sufriera los episodios de estrés experimentados por otros países en sus mercados cambiarios y monetarios después de la quiebra de Lehman Brothers es un ejemplo del impacto de estas medidas de control. El peso colombiano se devaluó más del 30% entre el 31 de agosto de 2008 y el 31 de marzo de 2009, sin causar serios problemas financieros. Más aún, el Banco de la República logró reducir los requisitos de ENR durante el último trimestre de 2008 y bajó decididamente las tasas de interés durante 2009, sin temor a que se produjeran quiebras relacionadas con el tipo de cambio o alzas vertiginosas en las expectativas inflacionarias.

Además de la regulación descrita, el Banco de la República ha impuesto límites a los intermediarios financieros en cuanto a su posición propia de contado en moneda extranjera y su posición bruta de apalancamiento como una proporción de su patrimonio neto. La primera se asemeja a la posición abierta neta en moneda extranjera, pero excluye los derivados. Se limita a la intermediación de la financiación extranjera por parte de instituciones financieras locales y reduce la revaluación (devaluación) de la moneda al limitar la capacidad de los bancos colombianos para comprar (vender) contratos cambiarios a futuro (contratos *forward* FX) a residentes y no residentes que quieren incrementar (reducir) su exposición al riesgo del peso colombiano. Esta medida ha estado en vigor desde 2004. El límite a la posición bruta de apalancamiento de los intermediarios financieros se estableció en 2007 para controlar el riesgo de contraparte de algunas insti-

tuciones que tenían posiciones largas y cortas muy grandes en el mercado de derivados y para complementar otras acciones de política orientadas a moderar la apreciación de la moneda nacional.

Ambas medidas se consideran eficaces porque, como se explicó, se aplican a los intermediarios financieros que están sujetos a una estricta supervisión por parte del Gobierno y del Banco de la República. Además, las instituciones financieras son elementos centrales en la arquitectura de los mercados de contado y derivados cambiarios en Colombia. Por tanto, los límites impuestos a sus operaciones afectan necesariamente los precios de equilibrio de esos mercados; sin embargo, a diferencia de la regulación cambiaria y los controles sobre los descalses de moneda y de plazos, el costo de estas medidas es más tangible y está relacionado con la insuficiente oferta de instrumentos de cobertura para exportadores y otros agentes. En particular, el límite fijado a la posición propia de contado en moneda extranjera ha sido de aplicación obligatoria en varias ocasiones y por un tiempo limitado, durante el cual, como consecuencia, las cotizaciones a plazo han estado sistemáticamente por debajo del nivel que implica el diferencial de las tasas de interés¹.

Como resultado, la conveniencia de que estas medidas sean permanentes es menos clara que en el caso de los controles sobre descalses de monedas y de plazos, y es tema de discusión y análisis permanente dentro del Banco de la República. Curiosamente, estas políticas son similares en cuanto a su naturaleza y alcance a las que fueron adoptadas por Corea unos años después (Ostry *et al.*, 2011).

- b. *Regulación cambiaria temporal.* En este caso, los beneficios esperados de la acción de política son mayores que sus costos en *algunas* circunstancias específicas. Además, la eficacia de las medidas tiende a disminuir con el tiempo, a medida que los agentes encuentran maneras de evadirlas. Por estas razones, las medidas en esta categoría son de carácter transitorio. En Colombia los depósitos no remunerados al endeudamiento externo (DNR) pertenecen a este grupo. Se trata del requisito de mantener una fracción de un préstamo extranjero como depósito no remunerado en el Banco de la República por un período específico. Por tanto, el DNR discrimina intencionalmente los flujos de deuda a corto plazo. En Colombia el DNR fue utilizado ampliamente en los años noventa; no obstante, fue interrumpido después del *sudden stop* de 1999 y reactivado en 2007 por más de un año. Un requisito

¹ El límite impuesto a las posiciones brutas en derivados cambiarios no ha sido vinculante para la mayoría de los intermediarios desde el año 2007.

semejante fue puesto en marcha por el Gobierno para las inversiones de portafolio durante aproximadamente el mismo período.

La eficacia de los DNR a los flujos de capital ha sido motivo de amplio estudio y debate, tanto en Colombia como en otras partes del mundo (Rincón y Toro, 2010). Por lo general, parecen haber sido más útiles para cambiar la composición de los flujos de capital de deuda a corto plazo hacia deuda a más largo plazo u otros tipos de flujo de capital. Su impacto en el tamaño del total de los flujos, el tipo de cambio y la autonomía de la política monetaria es más controvertido. Algunos estudios no encuentran ningún efecto en el total de los flujos o el tipo de cambio, pero sostienen que puede cumplir determinado papel en la reducción de la respuesta del tipo de cambio a los movimientos de las tasas de interés locales. Sería conveniente emprender un examen de la coherencia de estos resultados. Otros estudios encuentran efectos importantes en el total de las entradas.

En nuestra experiencia más reciente (2007-2008), el DNR se impuso en combinación con los requisitos de encaje marginal sobre depósitos internos, nuevamente como parte de un paquete de políticas con el objetivo de frenar el excesivo crecimiento del crédito. Se creía que los requisitos de encaje marginal podrían atraer flujos de capital mediante un aumento en las tasas activas locales; esto habría provocado un mayor endeudamiento externo, posiblemente con algún grado de descalce de monedas. Dado que el propósito fue controlar el apalancamiento, el DNR fue visto como un complemento natural de los requisitos de encaje nacionales.

Con base en la evidencia y en esta experiencia, concluimos que el DNR puede ser útil para contener el apalancamiento total (interno y externo) de los residentes. También pudo haber ayudado a reducir el riesgo de liquidez externo (*rollover*), ya que cambia los flujos de deuda a corto plazo por flujos de deuda a más largo plazo y otros tipos de entradas de capital. Por ende, en algunos casos las medidas transitorias como el DNR pueden ser útiles para preservar la estabilidad financiera.

IV. CONCLUSIONES

El comportamiento actual de los flujos de capital y del crecimiento agregado crea riesgos para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera en un número importante de países emergentes, particularmente

en aquellos que son productores de productos básicos y tienen un sistema financiero en un nivel intermedio de desarrollo.

Las medidas de política macroeconómica adoptadas para hacer frente a estos riesgos deben minimizar distorsiones costosas de la economía y garantizar un crecimiento sostenible. Específicamente, para mantener el gasto agregado por la senda del crecimiento sostenible se necesitan: una política fiscal que aumente el ahorro público; una política monetaria orientada a mantener las expectativas inflacionarias en un nivel bajo y estable, así como contribuir a suavizar el ciclo económico, y la flexibilidad en el tipo de cambio. También es conveniente proteger la estabilidad del sistema financiero mediante políticas micro y macroprudenciales.

La función específica de los controles de capital y de la regulación cambiaria en cuanto al manejo de las entradas de capital debe entenderse dentro del marco global de los tres pilares de la política macroeconómica. Es decir, su uso siempre debe ser visto como un complemento y no un sustituto de políticas adecuadas en el ámbito fiscal, monetario, cambiario y macroprudencial. También es importante reconocer que su uso surge normalmente de la debilidad del marco institucional y político, lo cual debe ser abordado de manera oportuna. Al menos, así es como lo asumimos desde el Banco de la República.

Específicamente, la regulación cambiaria y los controles de capital se utilizan en Colombia para posibilitar el funcionamiento de un régimen cambiario flexible y una política monetaria contracíclica. También se aplican para frenar el apalancamiento excesivo y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. Para permitir la flexibilidad cambiaria y el funcionamiento adecuado de la política contracíclica utilizamos la regulación con una duración indefinida que restrinja los descalces de monedas y de plazos de los intermediarios financieros. Por su lado, para limitar el apalancamiento y el riesgo de liquidez externa, aplicamos instrumentos como el ENR.

Estas medidas de política siempre se deciden en el marco de un análisis de costo-beneficio en el cual los objetivos de la política están claramente delineados. Obviamente, la evaluación de esta relación costo-beneficio no siempre es fácil, y los instrumentos que se utilizan no siempre resultan ser los de último recurso. Dependiendo del tamaño y la velocidad de las entradas de capital o de otros choques que pueden estar ocurriendo al mismo

tiempo, podría haber lugar para el uso simultáneo de medidas de política macroeconómica y macroprudencial, incluida la regulación cambiaria.

José Darío Uribe
*Gerente general**

REFERENCIAS

- Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2011). *One Region, Two Speeds?*, marzo.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2010). *The Fund's Role Regarding Cross Border Capital Flows*, noviembre.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2011a). "International Capital Flows: Reliable or Fickle?", en *World Economic Outlook: Tensions From the Two-Speed Recovery*, capítulo 4, abril.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2011b). *Regional Economic Outlook, April 2011: Western Hemisphere -Watching Out for Overheating*, 3 de mayo.
- Ostry, J.; Gosh, A.; Habermeier, K.; Chamon, M.; Qureshi, M.; Reinhardt, D. (2010) "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note, núm. SPN/10/04, 19 de febrero.
- Ostry, J.; Gosh, A.; Habermeier, K.; Chamon, M.; Qureshi, M.; Reinhardt, D.; Kokenyne, A. (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", IMF Staff Discussion Note, núm. SDN/11/06, 5 de abril.
- Rincón, H.; Toro, J. "Are Capital Controls and Banco de la República Intervention Effective?", Borradores de Economía, núm. 625, Banco de la República.
- Yellen, J. L. (2011). "Reaping the Full Benefits of Financial Openness", discurso pronunciado durante la Conferencia Bicentenario del Banco de Finlandia, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Helsinki, 6 de mayo de 2011.

* Este documento es traducción al español de una versión preliminar de una presentación que se llevará a cabo en Rio de Janeiro (Brasil), el 27 de mayo de 2011, en el marco del seminario Managing Capital Flows in Emerging Markets, organizado por el Ministerio de Finanzas de Brasil y el Fondo Monetario Internacional. Se agradece especialmente la colaboración de Hernando Vargas. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.